

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

AVALIAÇÃO DE EMPRESAS
ESTUDO DE CASO ANHANGUERA EDUCACIONAL
S.A.

ALAN ANTONIO CORREA JUNIOR

Matrícula n°: 104051088

ORIENTADOR: Manuel Alcino Ribeiro da Fonseca

CO – ORIENTADOR: Prof. Marco Antônio Oliveira

DEZEMBRO 2009

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos professores Marco Antônio Oliveira e Manuel Alcino pelo tempo e orientação dedicados a esse estudo. Agradeço as minhas irmãs Alexandra e Andréia por todo o apoio e dedicação que sempre tiveram. Agradeço a minha namorada por entender minha ausência. Agradeço aos meus amigos Alexandre Ulm e Roberto Lira pela confiança que me depositam.

RESUMO

Nos últimos anos com a expansão do mercado de capitais brasileiro, houve uma maior profissionalização dos agentes de mercado, fazendo necessário o uso de ferramentas mais sofisticadas para a análise do risco e do valor. O presente trabalho tem como objetivo analisar os modelos de avaliação de empresas mais difundidos no mercado, aplicando um deles, o modelo de fluxo de caixa descontado, no estudo de caso da empresa Anhanguera Educacional S.A.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	5
CAPÍTULO 1: AVALIAÇÃO DE EMPRESAS	7
1.1 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA	7
1.2 AVALIAÇÃO POR FLUXO DE CAIXA DESCONTADO	7
1.3 AVALIAÇÃO RELATIVA OU POR MÚLTIPLO	9
1.4 AVALIAÇÃO POR OPÇÕES REAIS	14
1.5 EVIDÊNCIAS NO REINO UNIDO	15
CAPÍTULO 2: MODELO DE FLUXO DE CAIXA DESCONTADO E OS PRINCIPAIS CONCEITOS	16
2.1 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO (FCD).....	16
2.2 WEIGHTED AVERAGE COST OF CAPITAL (WACC).....	17
2.3 BETA E O PRÊMIO DE RISCO EM TÍTULOS INDIVIDUAIS	21
2.4 RISCO PAÍS.....	22
CAÍTULO 3: AVALIAÇÃO ANHANGUERA EDUCACIONAL – MÉTODO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO	25
3.1 SETOR DE EDUCAÇÃO NO BRASIL.....	25
3.2 SETOR DE ENSINO SUPERIOR NO BRASIL.....	26
3.3 A EMPRESA – ANHANGUERA EDUCACIONAL.....	27
3.4 ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES DE RESULTADO E BALANÇO PATRIMONIAL.....	30
3.5 PROJEÇÃO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO	40
CONCLUSÃO	49
REFERENCIA BIBLIOGRÁFICA	50

INTRODUÇÃO

O presente trabalho tem como objetivo apresentar o conceito de avaliação de empresas através do método de fluxo de caixa descontado e sua aplicação na avaliação de uma empresa negociada em bolsa, utilizando informações da mesma de uso e domínio público.

Cabe ressaltar que o método em questão tem uma aplicação bem mais ampla, podendo ser utilizado na escolha de um portfólio de ativos por um investidor ou ainda na administração do valor pelos administradores da empresa avaliando estratégias corporativas e de negócios alternativos e o de programas específicos dentro de tais estratégias.

Segundo Copeland *et al* (2002) há uma grande discussão quanto a importância do valor para o acionista em detrimento de outras medidas, que sejam o nível de emprego, a responsabilidade social e ambiental.

Embora as preocupações sociais e ambientais tenham tomado corpo nos últimos anos o paradigma ainda dominante e que rege os modelos de avaliação de empresas é o da maximização do valor para os acionistas. Este trabalho não pretende analisar ou mesmo solucionar tais questões, por mais importante que seja a discussão. Partimos do princípio que a busca da geração de valor pelas firmas é um fator preponderante no desenvolvimento de um país.

“Há dois séculos, Adam Smith postulou que as empresas mais produtivas e inovadoras gerariam os maiores retornos para seus acionistas e atrairiam trabalhadores melhores, que seriam mais produtivos e elevariam ainda mais o retorno – um círculo virtuoso” (Copeland et al 2002, p. 14)

O método do fluxo de caixa descontado será utilizado na busca das empresas mais produtivas e inovadoras, no que podemos chamar de a “busca pelas vitoriosas”.

O Brasil em 2009 ficou praticamente ileso, a uma das maiores crises financeiras globais, o que ocasionou um clima de grande otimismo quanto ao futuro do país. A busca pelas empresas vitoriosas é também a busca pela eficiência na utilização do capital. O que em um país com um baixo nível de poupança como o Brasil pode ser um definidor do resultado de nossa prosperidade ou não nos próximos anos.

Nesse trabalho iremos demonstrar o processo de avaliação da empresa Anhanguera Educacional Participações S.A. através do fluxo de caixa descontado. Para isso será

apresentado no capítulo 1, uma revisão bibliográfica sobre os métodos de avaliação de empresas mais utilizados pelo mercado, no capítulo 2, apresentaremos a metodologia a ser utilizada nesse estudo, e o capítulo 3, apresentaremos um resumo sobre o setor em que a empresa atua e suas atividades, além de analisar seus principais aspectos econômicos financeiros como resultados passados e perspectivas para o futuro.

Ao final do trabalho, poderemos responder qual o valor justo da empresa Anhanguera Educacional, encontrado através do fluxo de caixa descontado e se ela é uma das empresas agregadoras de valor e com capacidade para ser uma das vitoriosas.

CAPÍTULO 1: AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

1.1 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

O objetivo dessa revisão bibliográfica é apresentar de maneira resumida as três abordagens mais utilizadas na avaliação de ativos. A primeira, avaliação por fluxo de caixa descontado, relaciona o valor de um ativo ao valor presente do seu fluxo de caixa futuro esperado. A segunda, a avaliação relativa, estima o valor de um ativo através da comparação de variáveis comuns de ativos “comparáveis” como lucros, fluxos de caixa, valor contábil ou vendas. A terceira, opções reais, utiliza modelos de precificação de opções para medir o valor de ativos que possuam características de opções.

1.2 AVALIAÇÃO POR FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

A abordagem do fluxo de caixa descontado tem sua fundamentação na regra do valor presente, onde o valor do ativo em questão é o valor presente dos seus fluxos de caixa futuros esperados.

$$\text{Valor} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad [\text{eq. 1}]$$

Onde:

n = vida útil do ativo

CF_t = fluxo de caixa no período t

r = taxa de desconto refletindo o risco inerente aos fluxos de caixa estimados

São dois os caminhos possíveis para a avaliação pelo fluxo de caixa descontado, o fluxo de caixa livre para a firma (FCFF) e o fluxo de caixa do acionista (FCFE), o primeiro terá como objetivo medir o valor da empresa como um todo, já o segundo tem como objetivo medir apenas a parte pertencente ao acionista, portanto esse segundo caminho exclui do fluxo de caixa do acionista a parte pertencente a terceiros (credores).

Fluxo de Caixa Livre para a Firma

No fluxo de caixa livre para a firma o valor da empresa é obtido descontando-se os fluxos de caixa esperados para a empresa, ou seja, os fluxos de caixa residuais após a

realização de todas as despesas operacionais e impostos, mas antes do pagamento de dívidas, pelo custo médio ponderado do capital, que é uma taxa decorrente da ponderação das taxas relativas às diferentes fontes de financiamento da empresa.

$$\text{Valor da Empresa} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{\text{CF da Empresa}_t}{(1 + \text{WACC})^t} \quad [\text{eq. 2}]$$

Onde:

CF da Empresa_t = fluxo de caixa da empresa esperado no período t

WACC = Custo Médio Ponderado de Capital

Fluxo de Caixa do Acionista

No fluxo de caixa do acionista o valor da empresa pertencente ao acionista é obtido descontando-se os fluxos de caixa residuais após a dedução de todas as despesas operacionais, impostos e pagamento de juros e principal, pelo custo do capital próprio que é o retorno esperado pelo acionista para assumir o risco do negócio.

$$\text{Valor da participação do acionista} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{\text{CF do acionista}_t}{(1 + K_e)^t} \quad [\text{eq. 3}]$$

Onde:

CF do Acionista = fluxo de caixa do acionista esperado no período t

K_e = custo do capital próprio

Embora as abordagens sejam diferentes no fluxo de caixa considerado e na taxa de desconto as duas irão levar a uma mensuração consistente de valor se as mesmas premissas forem adotadas tanto na utilização de uma abordagem quanto na outra.

Todo método de avaliação terá vantagens e desvantagens, a avaliação por fluxo de caixa descontado a valor presente é baseada em fluxos de caixa e taxas de desconto futuros. Em decorrência dessa necessidade de informação, esta abordagem será tanto mais eficiente à

medida que aumente o grau de confiabilidade de previsão do fluxo de caixa. E onde exista um substituto para risco que possa ser utilizado para a obtenção de taxas de desconto. Um grau de dificuldade maior de se estimar essas variáveis torna a avaliação por fluxo de caixa mais difícil.

Abaixo alguns cenários onde segundo Damodaran (2006) a avaliação por fluxo de caixa descontado poderá encontrar dificuldades e necessitar de adaptações.

Empresas em Dificuldades. Uma empresa em dificuldade geralmente tem fluxo de caixa negativo e espera perder dinheiro durante algum tempo. Essa empresa pode falir ou não.

Empresas Cíclicas. Os lucros e fluxos de caixa de empresas cíclicas tendem a seguir a economia – subindo durante os *booms* econômicos e caindo durante as recessões. Como geralmente ao aplicar o modelo de avaliação os fluxos de caixa futuros esperados são uniformizados, o analista poderia proceder a uma avaliação incorreta na tentativa de avaliar essas empresas. A tentativa de ser mais fiel a realidade levaria o analista à onerosa tarefa de tentar prever o *timing* e a duração das recessões e recuperações da economia.

Empresas com Patentes ou Opções de Produtos. Empresas podem possuir patentes ou opções de produtos não-utilizadas que não gerem quaisquer fluxos de caixa atuais, esses podem vir a gerar no futuro o que não iria ser captado por uma avaliação por fluxos de caixa descontado. Ou ainda uma empresa investindo em uma inovação, como medir a receita que essa inovação irá gerar ou ainda se ela irá gerar alguma receita.

1.3 AVALIAÇÃO RELATIVA OU POR MÚLTIPLO

Segundo Póvoa (2007), muito analistas preferem utilizar múltiplos comparativos para determinar o preço justo de companhias ou firmas, uma vez que estes apresentem menor complexidade do que o fluxo de caixa descontado. Entre os múltiplos mais utilizados estão o Preço/Lucro, Preço/Valor Patrimonial e os múltiplos técnicos.

Antes de descrever a maneira como esses múltiplos são calculados precisamos saber como precificar uma companhia em diferentes estágios de crescimento. Pois iremos precisar desse resultado para o cálculo do preço/lucro e do preço/valor patrimonial.

Companhia na fase madura. O crescimento do lucro líquido, o retorno sobre o patrimônio líquido e a taxa de desconto, são estáveis.

$$\text{Perpetuidade} = \frac{\text{FCFE}_{t-1} \times (1 + g_{\text{perpet}})}{r_{\text{perpet}} - g_{\text{perpet}}} \quad [\text{eq. 4}]$$

Companhia com em fase de crescimento moderado. A companhia ainda está em fase de crescimento normal, em termos de retorno sobre o patrimônio líquido, taxa de desconto para o acionista e crescimento do lucro líquido.

Valor =

$$\text{Crescimento moderado} = \frac{\text{FCFE}_{t-1} \times (1 + g_{\text{cresc}}) \times \left(1 - \frac{(1 + g_{\text{cresc}})^n}{(1 + r_{\text{cresc}})^n}\right)}{r_{\text{perpet}} - g_{\text{perpet}}} \quad [\text{eq. 5}]$$

+

$$\text{Perpetuidade} = \frac{\text{FCFE}_{t-1} \times (1 + g_{\text{cresc}})^{n \text{ cresc}} \times (1 + g_{\text{perpet}})}{(r_{\text{perpet}} - g_{\text{perpet}}) \times (1 + r)^{n \text{ cresc}}} \quad [\text{eq. 6}]$$

Fase de alto crescimento. Antes da fase de crescimento moderado e da fase madura, a companhia ainda terá alguns anos de alto crescimento.

Valor =

$$\text{Alto crescimento} = \frac{\text{FCFE}_{t-1} \times (1 + g_{\text{alto cresc}}) \times \left(1 - \frac{(1 + g_{\text{alto cresc}})^n}{(1 + r_{\text{alto cresc}})^n}\right)}{r_{\text{alto cresc}} - g_{\text{alto cresc}}} \quad [\text{eq. 7}]$$

+

$$\text{Crescimento moderado} = \frac{\text{FCFE}_{t-1} \times (1 + g_{\text{alto cresc}})^{n_{\text{alto cresc}}} \times (1 + g_{\text{cresc}}) \times \left(1 - \frac{(1 + g_{\text{cresc}})^n}{(1 + r_{\text{cresc}})^n}\right)}{(r_{\text{cresc}} - g_{\text{cresc}}) \times (1 + r)^{n_{\text{alto cresc}}}} \quad [\text{eq. 8}]$$

+

$$\text{Perpetuidade} = \frac{\text{FCFE}_{t-1} \times (1 + g_{\text{alto cresc}})^{n_{\text{alto cresc}}} \times (1 + g_{\text{cresc}})^{n_{\text{cresc}}} \times (1 + g_{\text{perpet}})}{(r_{\text{perpet}} - g_{\text{perpet}}) \times (1 + r)^{n_{\text{alto cresc}}} \times (1 + r)^{n_{\text{cresc}}}} \quad [\text{eq. 9}]$$

Preço/Valor Patrimonial (P/BV ou PBV)

O múltiplo PBV é uma relação que considera em seu numerador o valor da empresa pertencente ao acionista (o valor presente dos dividendos) uma variável que depende de expectativas futuras com um denominador formado pelo patrimônio líquido, que é a soma de todos os recursos investidos pelos acionistas na empresa.

Segundo Póvoa (2007) o PBV é mais utilizado em setores onde a estrutura de capital não apresenta potencial alto de mudanças relevantes ou em segmentos onde a relação entre recursos próprios e de terceiros não é diretamente aplicável. Um exemplo é o setor bancário, onde não é trivial a separação entre recursos próprios e de terceiros.

O Índice PBV de uma empresa estável

$$\text{Preço} = \frac{\text{FCFE}_{t-1} \times (1 + g_{\text{perpet}})}{r_{\text{perpet}} - g_{\text{perpet}}} \quad [\text{eq. 10}]$$

Assumindo que em uma empresa estável o FCFE = Dividendos e que Dividendos = *payout* (% do lucro líquido pago em dividendos) x Lucro Líquido, podemos reescrever a equação acima como:

$$\text{Preço} = \frac{\text{Lucro Líquido} \times \text{payout} \times (1 + g_{\text{perpet}})}{r_{\text{perpet}} - g_{\text{perpet}}} \quad [\text{eq. 11}]$$

Definindo o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) como Lucro Líquido/Valor Patrimonial (BV), e substituindo na equação acima, temos:

$$\text{Preço} = \frac{\text{ROE} \times \text{BV} \times \text{payout} \times (1 + g_{\text{perpet}})}{r_{\text{perpet}} - g_{\text{perpet}}} \quad [\text{eq. 12}]$$

Reescrevendo a equação obtemos:

$$\frac{P}{BV} = PBV = \frac{ROE \times payout \times (1 + g_{perpet})}{r_{perpet} - g_{perpet}} \quad [eq.13]$$

Se o retorno sobre o patrimônio líquido for baseado nos lucros esperados no próximo período de tempo, a expressão acima pode ser simplificada para:

$$PBV = \frac{ROE \times payout}{r_{perpet} - g_{perpet}} \quad [eq.14]$$

De onde concluímos que o índice PBV é uma função crescente do retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), do *payout* e da taxa de crescimento (*g*), e é uma função decrescente do grau de risco da empresa (*r*).

Índice Preço/Lucro (P/E ou PE)

O múltiplo PE é uma relação que considera em seu numerador o valor da empresa pertencente ao acionista (o valor presente dos dividendos), e em seu denominador o lucro de um determinado ano.

Segundo Damodaran (2006), há boas razões para que o índice PE seja tão utilizado em avaliações, por ser uma informação estatística intuitiva que relaciona o preço pago aos lucros atuais, ou por sua simplicidade de cálculo.

O Índice PE de uma empresa estável

$$Preço = \frac{FCFE_{t-1} \times (1 + g_{perpet})}{r_{perpet} - g_{perpet}} \quad [eq.15]$$

Assumindo que em uma empresa estável o FCFE = Dividendos e que Dividendos = *payout* x Lucro Líquido, podemos reescrever a equação acima como:

$$Preço = \frac{Lucro Líquido \times payout \times (1 + g_{perpet})}{r_{perpet} - g_{perpet}} \quad [eq.16]$$

Substituindo a equação acima na sentença Preço/Lucro, teremos:

$$PE = \frac{payout \times (1 + g_{perpet})}{r_{perpet} - g_{perpet}} \quad [eq.17]$$

Se o índice PE for estabelecido em termos dos lucros esperados no período de tempo seguinte, a expressão pode ser simplificada para:

$$PE = \frac{payout}{r_{perpet} - g_{perpet}} \quad [eq. 18]$$

De onde concluímos que o índice PE é uma função crescente do *payout* e da taxa de crescimento (*g*), e uma função decrescente do grau de risco da empresa (*r*).

Índices Técnicos

Esses índices também são conhecidos como múltiplos reais. Geralmente expressam a relação entre o valor da firma e a quantidade do produto em questão.

Segundo Póvoa (2007) os mais utilizados são:

Gerais (utilizados independentemente do setor): Despesa de Pessoal/Número de Funcionários; Receita/Número de Funcionários; Investimentos Líquidos/*Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization* (EBITDA);

Bancos: Provisão de devedores duvidosos/Média da carteira de crédito; Carteira de crédito/Ativo; Ativo/Patrimônio Líquido;

Energia Elétrica: *Enterprise Value* (EV)/MWh produzido; EV/Total de clientes;

Telecomunicações: EV/número de assinantes; Receita média por usuário (ARPU); Número de telefones pré-pagos/total de assinantes;

Varejo: Vendas/m² de loja;

Mineração, Siderurgia, Alimentos, Papel/Celulose: EV/tonelada produzida;

Petróleo/Gás: EV/reservas existentes; EV/reservas provadas; EV/custo por barril extraído;

Bebidas: EV/hectolitros de bebidas produzidas.

Todos esses múltiplos assim como os múltiplos financeiros terão suas limitações. A utilização desses múltiplos técnicos será tanto melhor quanto maior for a semelhança entre os produtos das empresas que queremos comparar. Para ser mais claro, a comparação poderá ficar viesada à medida que comparemos um produto com certas peculiaridades como por exemplo comparar o EV/tonelada de reserva de minério de uma empresa brasileira,

reconhecido pelo seu alto teor de pureza com o de uma empresa chinesa que possui um menor teor de pureza. *Ceteris paribus* o múltiplo da empresa brasileira deverá ser mais alto que o da empresa chinesa.

1.4 AVALIAÇÃO POR OPÇÕES REAIS

Segundo Monteiro (2003), de maneira restrita pode-se definir a abordagem de avaliação através de opções reais como uma extensão da teoria de opções financeiras, aplicada à avaliação de ativos reais, ou “não-financeiros”, tais como investimentos em novas plantas, em pesquisa e desenvolvimento ou expansão da capacidade produtiva.

De maneira análoga às opções financeiras, o valor das opções reais depende de cinco variáveis:

Preço do ativo subjacente: o ativo subjacente será o projeto, investimento ou aquisição em ativo real que se deseja fazer;

Preço de exercício: é o custo do investimento;

Tempo até o vencimento: é o período necessário até a maturação do investimento. Quanto maior o prazo, maior o valor da opção real;

Taxa de juros: influi na determinação do preço da opção. Quanto maior a taxa de juros, maior o valor da opção real;

Volatilidade: indica a incerteza, é uma medida de risco quanto ao retorno que esse projeto ou investimento terá.

A análise por opções reais possui diversos métodos para calcular o valor de um projeto, sendo os mais difundidos segundo Monteiro (2003): Método Binomial, Abordagem da Carteira Equivalente, *Marketed Asset Disclaimer (MAD)* e Análise por Black-Scholes.

Como dito anteriormente a abordagem do fluxo de caixa descontado em certos cenários encontra dificuldades para avaliar corretamente o ativo. A avaliação por opções reais é uma alternativa para alguns desses casos. Determinados investimentos aparentemente não atraentes ou com valor presente líquido negativo, segundo a avaliação por fluxo de caixa descontado, poderiam tornar-se interessantes caso fossem vistos como prêmios pagos para se ter o direito a potenciais positivos, como por exemplo, uma nova tecnologia ou uma patente.

Segundo Damodaran (2006) a teoria de precificação por opções reais tem larga aplicabilidade em avaliação, especialmente em contextos em que a avaliação tradicional por fluxos de caixa descontado e por indicadores não funciona.

Entretanto, devido a sua complexidade e dificuldade de se encontrar parâmetros consistentes para usar em suas estimativas essa teoria ainda é pouco utilizada pelo mercado.

1.5 EVIDÊNCIAS NO REINO UNIDO

Em uma pesquisa publicada em 2004, baseada em 104 relatórios de bancos de investimentos internacionais, sobre as 26 maiores empresas do Reino Unido dos setores de bebidas, eletrônicos e fármacos, procurou responder que modelos os analistas utilizavam para avaliar as empresas. Constatou-se que 38% dos relatórios utilizavam o fluxo de caixa descontado como método de análise. A tabela 1 abaixo apresenta os três métodos mais utilizados em cada setor, segundo a pesquisa.

Tabela 1 – Métodos de avaliação mais utilizados por setor

Setor	Numero de Relatórios	PE	FCD	Vendas
Bebidas	32	32	13	12
		100%	41%	38%
Eletrônicos	34	30	14	24
		88%	41%	71%
Farmacêuticos	38	30	13	16
		79%	34%	42%
Total	104	92	40	52
		88%	38%	50%

PE - múltiplo preço/Lucro

FCD - Fluxo de caixa descontado

Vendas - Multiplicação das vendas

Fonte: Demirakos (2004), Elaboração Autor

CAPÍTULO 2: MODELO DE FLUXO DE CAIXA DESCONTADO E OS PRINCIPAIS CONCEITOS

2.1 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO (FCD)

A avaliação por FCD relaciona duas variáveis o fluxo de caixa esperado para os próximos anos e a taxa de desconto, que é uma taxa de retorno compatível com o risco do investimento. O que nos interessa é estimar essas duas variáveis para frente, para isso vamos nos basear em dados históricos. Antes de fazer a avaliação da Anhanguera Educacional vamos demonstrar como calcular cada uma dessas variáveis.

Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF)

Como dito anteriormente o FCFF é o fluxo de caixa total gerado pela firma, ou seja, ele não considera o pagamento de dívidas. Segundo Copeland *et al* (2002), o cálculo do FCFF pode ser feito como segue abaixo:

- (=) Receitas
- (-) Despesas Operacionais
- (=) EBIT (Lucro antes de Juros e Impostos)
- (-) Impostos Sobre o EBIT
- (=) NOPLAT (Lucro Operacional após Impostos)
- (+) Depreciação e Amortização
- (=) Fluxo de Caixa Bruto
- (-) Investimentos
- (-) Variação no Capital de Giro
- (=) Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF)

Fluxo de Caixa Livre para o Acionista (FCFE)

O FCFE irá considerar o pagamento de juros e principal. Novamente segundo Copeland *et al* (2002), o cálculo do FCFE pode ser feito da forma como segue abaixo, tomando como ponto de partida as receitas provenientes da operação da empresa.

(=) Receitas

(-) Despesas Operacionais

(=) EBIT (Lucro antes de Juros e Impostos)

(-) Impostos Sobre o EBIT

(=) NOPLAT (Lucro Operacional após Impostos)

(+) Depreciação e Amortização

(=) Fluxo de Caixa Bruto

(-) Investimentos

(-) Variação no Capital de Giro

(=) Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF)

(+) Resultado Financeiro

(-) Amortização (Emissão) de Dívidas

(-) Diferença entre os Impostos sobre o EBT (Lucro antes de Impostos) e os Impostos sobre o EBIT

(-) Aumento (Redução) de Capital Próprio

(=) Fluxo de Caixa para o Acionista (FCFE)

2.2 WEIGHTED AVERAGE COST OF CAPITAL (WACC)

“Tanto credores quanto acionistas esperam ser remunerados pelo custo de oportunidade do investimento de seus recursos em uma determinada empresa em vez de outra de risco

semelhante. O custo médio ponderado do capital (WACC) é a taxa de desconto, ou valor do dinheiro no tempo, usada para converter o fluxo de caixa livre futuro em valor presente para todos os investidores.” Copeland *et al* (2002; página 205)

Segundo Copeland *et al* (2002) Para estimar o WACC devemos respeitar alguns princípios para que ele seja condizente com o fluxo de caixa que pretendemos descontar. De acordo com esses princípios o WACC deve representar uma média ponderada das remunerações exigidas pelas diferentes fontes de capital utilizadas para financiar a empresa, capital de terceiros e capital social, uma vez que o fluxo de caixa livre representa o caixa disponível para todos os fornecedores de capital. Deve ser computada após os impostos devidos pela empresa, uma vez que o fluxo de caixa livre é declarado após impostos. Devemos utilizar taxas nominais se estivermos projetando o fluxo de caixa em termos nominais e taxas reais caso a projeção seja em termos reais. Empregar as ponderações de valor do mercado para cada elemento de financiamento porque o valor de mercado reflete os reais efeitos econômicos de cada tipo de financiamento, ao passo que os valores escriturais não costumam fazê-lo.

Estimando o WACC

Segundo Damodaran (2006), o custo médio ponderado do capital é definido como a média ponderada dos custos dos diversos componentes de financiamento utilizados por uma empresa, e pode ser escrito como:

$$\text{WACC} = K_e (E / [E+D+O]) + K_d(D/[E+D+O]) + K_o(O/[E+D+O]) \quad [\text{eq. 19}]$$

K_e = Custo do capital social

K_d = Custo das dívidas após impostos

K_o = Custo de outras fontes de financiamento

$(E / [E+D+O])$ = proporção em valor de mercado do capital social em relação ao valor do *mix* de financiamento

$(D/[E+D+O])$ = proporção em valor de mercado da dívida em relação ao valor do *mix* de financiamento

$(O/[E+D+O])$ = proporção em valor de mercado das outras fontes de financiamento em relação ao valor do *mix* de financiamento

Vamos demonstrar como calcular o custo das dívidas e do capital social. Existem outras formas de financiamento como *leases*, empréstimos subsidiados (BNDES e outros), endividamento conversível ou resgatável, ações preferenciais conversíveis ou resgatáveis e outros, porém por uma questão de simplicidade só trataremos do custo da dívida e capital social, por serem as fontes mais comuns de financiamento.

Custo da Dívida

O custo da dívida mede o custo para a empresa dos empréstimos assumidos para o financiamento dos projetos. Segundo Damodaran (2006) esse custo é determinado através das variáveis abaixo:

O nível corrente das taxas de juros. Como a taxa de juros do governo, no caso brasileiro a SELIC é um balizador para as demais taxas de juros, subidas ou quedas dessa taxa impacta na mesma direção o custo da empresa se endividar.

O risco de inadimplência da empresa. Se o risco de inadimplência da empresa aumentar, o custo de tomar dinheiro emprestado também crescerá. Se a empresa não for avaliada como *investment grade*, ou seja, livre do risco de inadimplência e, portanto com uma taxa de captação próxima da taxa de juros corrente, precisaremos estimar qual a taxa adequada a ela. Em países com um mercado de crédito desenvolvido e que as dívidas das empresas são negociadas no mercado secundário com liquidez seria fácil encontrar o custo do endividamento da empresa apenas aplicando a fórmula abaixo:

$$B_0 = \sum_{t=1}^n \frac{Coupon_t}{(1+y)^t} + \frac{Face}{(1+y)^n} \quad [eq. 20]$$

Onde B_0 = Valor presente de mercado da dívida não-resgatável e não-conversível

$Coupon$ = $Coupon$ prometido ao fim de cada ano (período)

Face = Valor de face do título, prometido no vencimento

Y = Rendimento prometido até o vencimento

Conhecendo o valor de mercado B_0 e dado os valores do $Coupon$ e de Face, poderíamos encontrar a variável Y_M , ou seja, a taxa que o mercado negocia essa dívida. Porém o mercado

brasileiro de dívida ainda não tem liquidez, assim a medida mais próxima para calcular o risco de inadimplência das empresas é usar a última taxa paga por seus empréstimos.

Os benefícios fiscais associados aos empréstimos (dívida). Como os juros são dedutíveis do imposto de renda, o custo da dívida após tributação é uma função da alíquota fiscal. O benefício fiscal decorrente do pagamento de juros torna mais baixo o custo da dívida após tributação em relação ao custo antes do pagamento dos impostos.

Custo da dívida após tributação = Custo da dívida antes da tributação \times (1 – alíquota de impostos)

Custo do Capital Social ou Capital Próprio (Modelo CAPM)

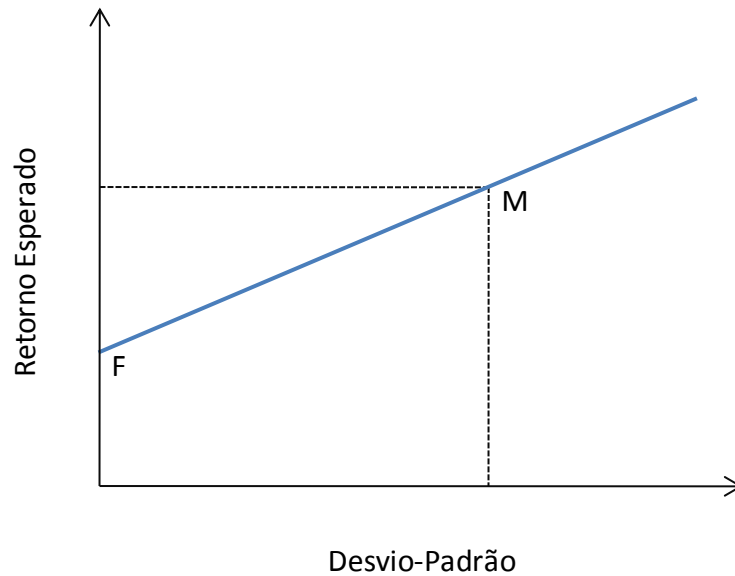
“O custo de oportunidade do financiamento pelo capital ordinário é o de mais difícil estimativa porque não pode ser diretamente observado no mercado.” Copeland *et al* (página 218, 2002)

Para medir esse custo, ele recomenda a utilização do modelo de precificação de ativos de capital (CAPM ou *capital asset pricing model*).

Segundo Bodie e Merton (2002) o CAPM é uma teoria de equilíbrio baseada na teoria da seleção de carteiras. Foi desenvolvido no início dos anos 60 por William F. Sharpe, partindo da seguinte pergunta: quais seriam os prêmios de risco para os títulos em equilíbrio.

A idéia básica do CAPM pode ser explicada com a ajuda da figura abaixo, que representa a linha de compensação entre risco e retorno. No CAPM a linha de compensação é chamada de *Capital market line* (CML). Na figura o ponto M representa a carteira de mercado, o ponto F é o ativo livre de risco e a CML é a linha que une esses dois pontos. De acordo com o CAPM, em equilíbrio, a CML representa a melhor combinação disponível de risco/retorno disponível a todos os investidores.

Gráfico 1 – Risco e retorno



Fonte: Elaboração do próprio autor.

A CML é dada pela seguinte formula:

$$E(r) = r_f + \frac{E(r_M) - r_f}{\sigma_M} \sigma \quad [\text{eq. 21}]$$

Onde, $E(r)$ = Expectativa de retorno

r_f = Retorno do ativo livre de risco

$E(r_M)$ = Expectativa de retorno da carteira de mercado

σ_M = Desvio-padrão do retorno da carteira de mercado

2.3 BETA E O PRÊMIO DE RISCO EM TÍTULOS INDIVIDUAIS

Até agora mostramos como calcular o risco/retorno esperado de uma carteira de mercado ($E(r)$), porem estamos realmente interessados em determinar a taxa de retorno compatível com o risco que iremos assumir para um ativo individualmente. Para encontrar a taxa de retorno requerida para o ativo precisamos determinar o seu *beta* (β). O beta descreve a

contribuição marginal do retorno de um título para o desvio-padrão do retorno da carteira de mercado. A fórmula para o beta do título j é dada por:

$$\beta_j = \frac{\sigma_{jM}}{\sigma_M^2} \quad [\text{eq. 21}]$$

Onde, σ_{jM} denota a covariância entre o retorno do título j e o retorno da carteira de mercado M. De acordo com o CAPM, em equilíbrio, o prêmio de risco em qualquer ativo é igual ao seu beta vezes o prêmio de risco na carteira de mercado. A equação expressando a relação é:

$$E(r_j) - r_f = \beta_j [E(r_M) - r_f] \quad [\text{eq. 22}]$$

Reorganizando a equação temos:

$$E(r_j) = r_f + \beta_j [E(r_M) - r_f] \quad [\text{eq. 23}]$$

A partir dessa reorganização obtemos a equação acima, ela mostra a esperança de retorno $E(r_j)$ como uma função do ativo livre de risco r_f do beta β_j , e do prêmio de risco de mercado $[E(r_M) - r_f]$. Considerando que o prêmio de risco de mercado será positivo, caso contrário os agentes não teriam incentivo a tomar risco, o β_j determinará o grau de elasticidade que o retorno do ativo terá em relação às oscilações de preço do mercado.

2.4 RISCO PAÍS

O Brasil nos últimos anos tem passado por uma fase de estabilidade política e econômica. Contudo essa fase ainda não é longa o suficiente para que possamos mensurar de maneira consistente o prêmio de risco de mercado $[E(r_M) - r_f]$, pois não dispomos de dados para isso. Portanto uma solução para esse problema como sugere Damodaran (2003) é utilizar o prêmio de risco de mercado de um mercado maduro e acrescentar a equação de custo do capital próprio, um componente representando o risco de se investir no Brasil ao invés de em uma economia madura como a americana. Esse novo componente nos deixaria com a seguinte equação de custo do capital próprio:

$$E(r_j) = r_f + \beta_j [E(r_M) - r_f] + r_c \quad [\text{eq.24}]$$

Onde, r_c é o risco país.

Para estimar esse risco Damodaran (2003) sugere três alternativas.

Diferencial de Risco de Crédito do Tesouro

Essa alternativa supõe que o risco país pode ser dado pela diferença entre a taxa de juros para pelo tesouro brasileiro para captar e a paga pelo tesouro americano. Para medir essa diferença podemos usar o *Credit Default Swap* (CDS) de 10 anos.

A idéia de usar esse diferencial como um *Proxy* do risco país, é que esse diferencial será sensível a mudanças no cenário político e econômico dos dois países.

Desvio-Padrão Relativo entre os Mercados de Ações

Essa alternativa supõe que a volatilidade relativa dos mercados acionários, reflete o diferencial de risco das ações. Por exemplo, podemos usar a volatilidade relativa entre o índice de ações brasileiro Ibovespa e o índice de ações americano S&P 500, considerando que esses índices sejam uma representação do mercado acionário de seus respectivos países, como uma medida de diferencial de risco entre esses dois mercados acionários. Ficamos com a equação abaixo:

$$\text{Desvio — Padrão Relativo}_{\text{Ibovespa}} = \frac{\text{Desvio — Padrão}_{\text{Ibovespa}}}{\text{Desvio — Padrão}_{\text{S\&P 500}}} \quad [\text{eq.25}]$$

Com o desvio padrão relativo podemos calcular o prêmio de risco de se investir no mercado acionário brasileiro a partir do prêmio de risco do mercado americano. Como segue abaixo:

$$\text{Prêmio de Risco}_{\text{Ibovespa}} = \text{Prêmio de Risco}_{\text{S\&P 500}} \times \text{Desvio — Padrão Relativo}_{\text{Ibovespa}} \quad [\text{eq.26}]$$

Com esse resultado podemos encontrar o risco país, como segue:

$$\text{Risco Brasil} = \text{Prêmio de Risco}_{\text{Ibovespa}} - \text{Prêmio de Risco}_{\text{S\&P 500}} \quad [\text{eq.27}]$$

Diferencial de Risco de Crédito do Tesouro + Desvio-Padrão Relativo

Essa abordagem supõe que o diferencial de taxas de juros pago pelos tesouros brasileiro e americano, não é o suficiente para ser considerado como risco país. Uma vez que um investidor pode preferir comprar títulos do governo brasileiro ao invés de ações de empresas brasileiras já que o risco por se estar investindo no país será o mesmo para os dois. Assim essa abordagem propõe que o prêmio de risco país seja calculado como segue:

Prêmio de Risco País =

$$\text{Diferencial de Risco de Crédito do Tesouro} \times \frac{\text{Desvio-Padrão Anualizado Ibovespa}}{\text{Desvio-Padrão Anualizado Títulos do Tesouro}} \quad [\text{eq. 28}]$$

CAPÍTULO 3: AVALIAÇÃO ANHANGUERA EDUCACIONAL – MÉTODO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

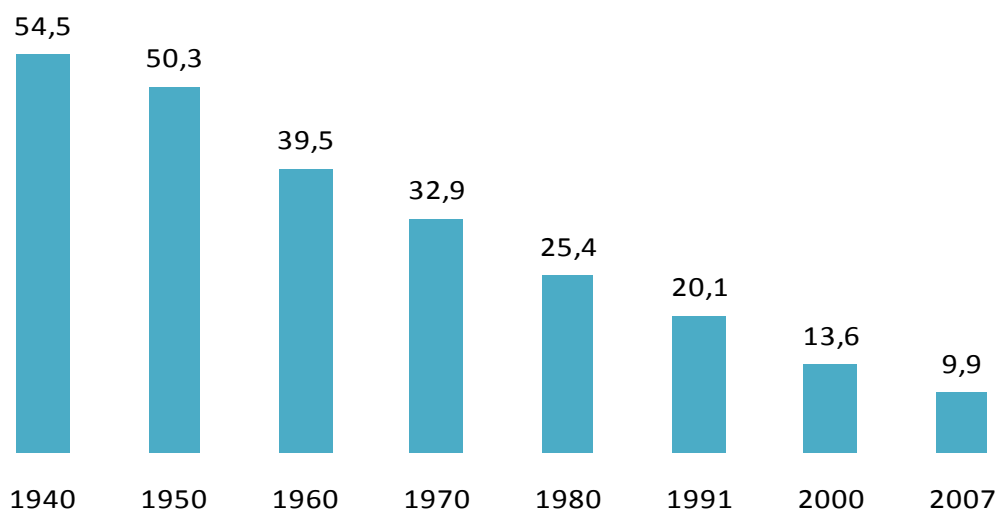
3.1 SETOR DE EDUCAÇÃO NO BRASIL

Nos últimos sessenta e sete anos o Brasil deu um grande salto no que diz respeito a sua taxa de analfabetismo, passando de 54,5% em 1940 para 9,9% em 2007. Juntamente a redução da taxa de analfabetismo também ocorreu um aumento do número de anos de estudos médio da população. Como podemos constatar pela tabela 1 que segue abaixo, que mostra que o % da população com diploma de ensino médio passou de 11% entre as pessoas com 55-64 anos para 38% entre as pessoas com idade entre 25-34 anos, o que mostra que em média os brasileiros de hoje passam mais anos na escola do que há 30 anos. A tabela 1 também nos mostra que embora tenha ocorrido uma substancial evolução desses dois fortes indicadores, comparativamente a outros países ainda há um longo caminho pela frente.

Gráfico 2

Taxa de Analfabetismo Brasil

Taxa de analfabetismo Brasil - % das pessoas de 15 anos ou mais



Fonte: IBGE, próprio autor

Tabela 2: % da população com diploma de ensino médio (2008)

Países	Idade					Alteração (25-34) - (55-64)
	25-64	25-34	35-44	45-54	55-64	
Brasil	30	38	32	27	11	27
Alemanha	83	84	85	83	79	5
Chile	50	64	52	44	32	32
Coreia do Sul	77	97	90	62	37	60
EUA	88	87	88	89	87	0
França	67	82	72	61	52	30
México	32	39	36	28	17	22
Portugal	28	44	28	20	12	32
Reino Unido	69	76	70	67	61	15
Rússia	88	91	94	89	71	20

Fonte: OECD, Credit Suisse e próprio autor

3.2 SETOR DE ENSINO SUPERIOR NO BRASIL

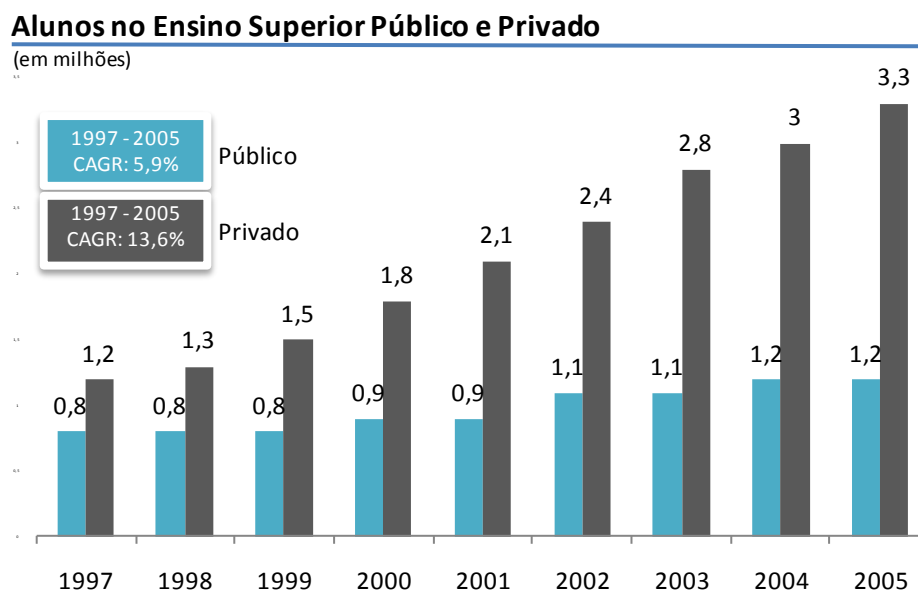
O setor de ensino superior brasileiro é amplo, está em fase de crescimento, apresenta baixa penetração em comparação a outros países, é fragmentado e atendido predominantemente por instituições privadas. Segundo dados da UNESCO (www.unesco.org/en/education), em 2004 o Brasil representava o sexto maior mercado de ensino superior do mundo e o maior mercado de ensino superior da América Latina em termos de matrículas.

De 1997 a 2005, as matrículas em cursos de ensino superior aumentaram de 1,9 milhão para 4,5 milhões, segundo dados do MEC (www.mec.gov.br), representando uma taxa composta de crescimento anual de 10,9%. Grande parte do crescimento no total de matrículas observado nesse período ocorreu no setor privado, como pode ser observado no gráfico 3, que aumentou sua participação no total de matrículas de 61% em 1997 para aproximadamente 73% em 2005.

Apesar desse crescimento em número de matrículas, em 2004, somente 20% dos jovens em idade teórica de cursar ensino superior freqüentavam instituições de ensino superior no Brasil, contra 61% na Argentina e 43% no Chile, segundo definições e dados da UNESCO.

Segundo o Ministério da Educação (www.mec.gov.br) em 2005 apenas 11,3% da população entre 18 e 24 anos, estava matriculado em instituições de ensino superior, um índice ainda abaixo da meta do Governo Federal para 2010, definida em 30%, pela LDB, que estabelece as diretrizes para a prestação de serviços educacionais no país.

Gráfico 3



Fonte: MEC, Anhanguera e próprio autor

3.3 A EMPRESA – ANHANGUERA EDUCACIONAL

Segundo informações retiradas do site da empresa (www.unianhanguera.edu.br/ri/) a Anhanguera Educacional foi fundada em 1994 por um grupo de professores liderados pelos Professores Antônio Carbonari Netto e José Luis Poli. Iniciou suas atividades por meio de uma instituição de ensino superior constituída na cidade de Leme, no estado de São Paulo. Em 2003, tinha um média de 8.848 alunos matriculados em sete unidades, localizadas em seis cidades no estado de São Paulo, mantidas por três instituições sem fins lucrativos controladas pela Anhanguera Educacional.

Em 2003, suas instituições sem fins lucrativos foram convertidas em instituições com fins lucrativos. No mesmo ano, o ISCP, entidade mantenedora da Universidade Anhembí Morumbi, tornou-se seu acionista mediante a integralização de capital e a subscrição de novas

ações. Além dos recursos aportados, o ISCP também contribuiu com o conhecimento de seus acionistas acerca do setor de educação brasileiro. Em seguida, a Anhanguera Educacional realizou uma reorganização societária por meio da qual as três empresas que formavam seu grupo naquela época foram incorporadas pela Anhanguera Educacional S.A. (“AESA”), constituída em 15 de julho de 2003. Com os recursos financeiros aportados pelo ISCP, abriu novas unidades em três cidades de pequeno porte do estado de São Paulo. Ao final de 2005, sua rede de ensino já contava com 10 unidades.

Em 2005, o ISCP permutou sua participação acionária na AESA por quotas do FEBR, um fundo de investimentos criado e administrado pelo Pátria que captou e investiu novos recursos na AESA. Além destes recursos captados, o FEBR também obteve uma linha de crédito de US\$12 milhões de dólares junto ao IFC. Esses recursos foram contribuídos à AESA em troca de novas ações e utilizados para financiar suas estratégias de aquisição e expansão orgânica. Como resultado destas operações, o FEBR se tornou seu acionista controlador.

Em 2006, inaugurou sua 11ª unidade, levando o seu total de alunos matriculados a 23.431 em março de 2006. Nesse mesmo ano, acrescentou duas unidades à sua rede mediante as aquisições dos: (i) ILAN, mantenedor da Faculdade Latino Americana (“FLA”), localizada no estado de Goiás, com uma média de 4.826 alunos matriculados em 2006; e (ii) Jacareí localizada na cidade de Jacareí e mantida pelas mantenedoras Sapiens e Jacareense, com uma média de 1.887 alunos matriculados em 2006. Além disso, a Instituição está em fase de implantação de seis unidades para 2007.

Em 19 de dezembro de 2006, os acionistas da AESA, por meio de um veículo específico, a Viana, adquiriram 100% das ações da Anhanguera Educacional Participações S.A. (“AESA Participações”) - à época denominada Mehiri Holdings S.A. -, sociedade de capital aberto constituída em 2001 e registrada na CVM sob nº 18.961. Em 29 de dezembro de 2006, o FEBR contribuiu suas ações da AESA em aumento de capital da AESA Participações, com base em seu valor patrimonial. A AESA Participações passou a deter a totalidade das ações da AESA.

Em 7 de fevereiro de 2007, acrescentou ainda mais unidades à sua rede mediante a aquisição do Centro Hispano-Brasileiro, mantenedor da Unibero, localizada na cidade de São Paulo, estado de São Paulo, com uma média de 2,4 mil alunos matriculados em 2006.

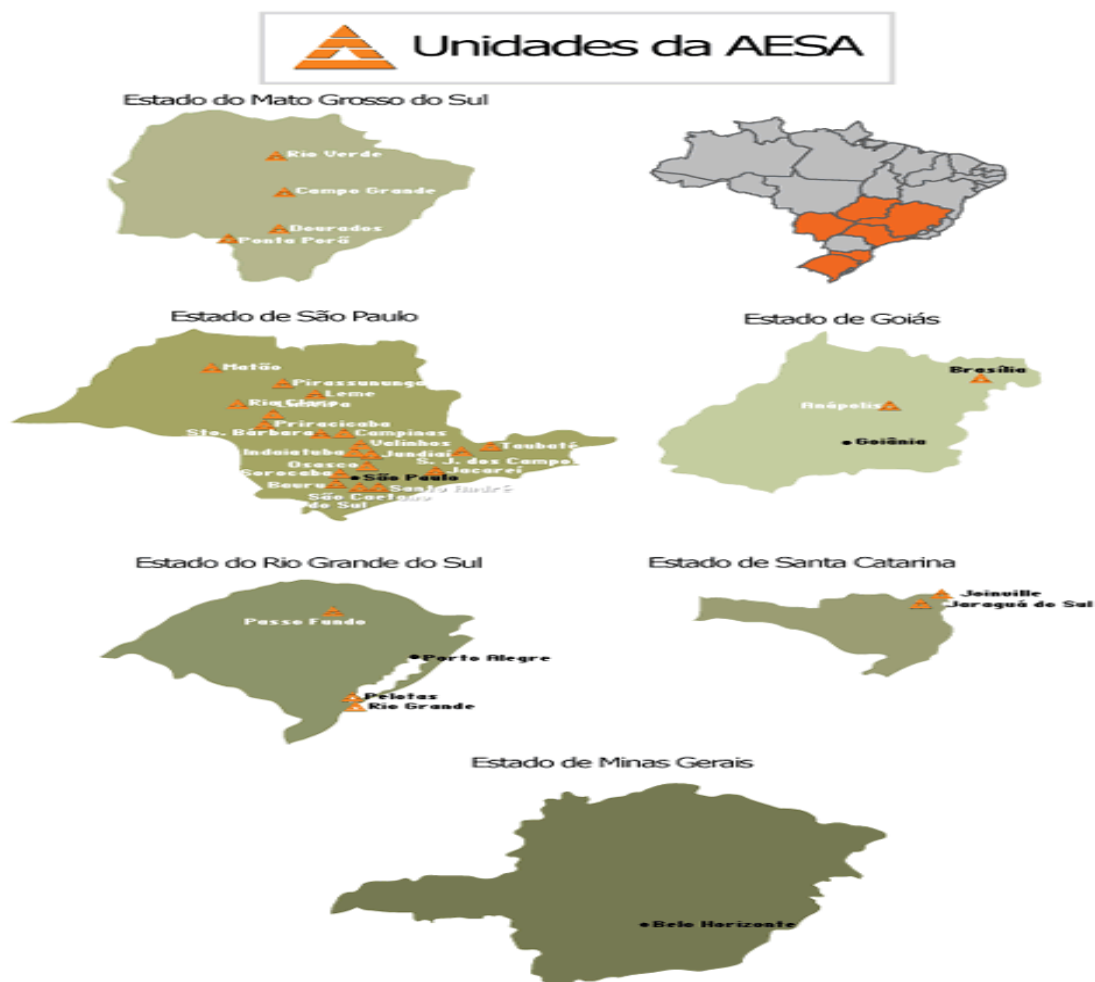
Em 31 de dezembro de 2006, sua rede de ensino era formada por 13 unidades operacionais, cujo alunado médio em 2006 foi de 24.527, e seis unidades em fase de implementação com previsão de abertura durante o ano de 2007.

Em 12 de março de 2007, a Anhanguera tornou-se a primeira empresa de educação a abrir o capital na América Latina. Com sua primeira oferta pública e uma segunda oferta realizada em abril de 2008, a Instituição captou mais de R\$ 860 milhões.

Os recursos obtidos através das ofertas de ações permitiram forte expansão da Anhanguera e um fortalecimento de seu modelo de negócio.

Em 31 de outubro de 2008, a Instituição já havia feito a aquisição de mais de 100 mil alunos de graduação, de duas redes de ensino a distância e da maior empresa de ensino profissionalizante do Brasil, além de promover a abertura de 10 unidades orgânicas. No total, a empresa contava com quase 220 mil alunos de ensino superior e 500 mil alunos/ano de ensino profissionalizante. Ao educar mais de 700 mil alunos, a Anhanguera Educacional tornou-se a maior instituição de ensino profissional das Américas.

O mapa a seguir apresenta as localizações de suas atuais unidades, tanto em operação como em fase de implementação, e de sua sede em Valinhos:



Fonte: Anahanguera Educacional

3.4 ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES DE RESULTADO E BALANÇO PATRIMONIAL

As informações a seguir foram retiradas das notas explicativas do 3º Trimestre de 2009 da Anhanguera Educacional.

3.4.1 Principais Linhas do Resultado da Companhia

A tabela a seguir contém informações extraídas das demonstrações de resultado consolidadas da Companhia para 30 de setembro de 2008 e de 2009:

Tabela 3: Demonstrativos de resultados

	Período social encerrado em 30 de setembro de				Variação (%)
	2008	%AV	2009	% AV	2009/2008
(Em milhares de R\$, exceto se indicado de outra forma)					
Receita bruta de serviços:					
Receita de mensalidade	616.294	133,3%	958.168	138,0%	55,5%
Taxas, serviços acadêmicos e outros	20.155	4,4%	64.518	9,3%	220,1%
Receita bruta	636.449	137,7%	1.022.686	147,3%	60,7%
Deduções:					
Bolsas	(95.705)	-20,7%	(224.662)	-32,4%	134,7%
Descontos	(40.126)	-8,7%	(54.490)	-7,8%	35,8%
Mensalidades canceladas	(24.619)	-5,3%	(19.097)	-2,8%	-22,4%
Impostos e Taxas	(13.711)	-3,0%	(30.191)	-4,3%	120,2%
Total das deduções	(174.161)	-37,7%	(328.440)	-47,3%	88,6%
Receita líquida dos serviços prestados	462.288	100,0%	694.246	100,0%	50,2%
Custos diretos dos serviços prestados	(264.659)	-57,2%	(419.468)	-60,4%	58,5%
Lucro bruto	197.629	42,8%	274.778	39,6%	39,0%
Outras despesas operacionais:					
Vendas	(45.251)	-9,8%	(85.637)	-12,3%	89,2%
Gerais e administrativas	(76.158)	-16,5%	(99.273)	-14,3%	30,4%
Depreciação e amortização	(21.166)	-4,6%	(11.261)	-1,6%	-46,8%
Amortização do ágio	(74.692)	-16,2%	-	0,0%	-100,0%
Resultado de equivalência patrimonial	(33)	0,0%	-	0,0%	-100,0%
Outras receitas e despesas operacionais	-	0,0%	26.473	3,8%	n/a
Total de despesas operacionais	(217.300)	-47,0%	(169.698)	-24,4%	-21,9%
Lucro/prejuízo operacional antes do resultado financeiro	(19.671)	-4,3%	105.080	15,1%	-634,2%
Resultado financeiro líquido	924	0,2%	(26.108)	-3,8%	-2925,5%
Lucro/ Prejuízo operacional	(18.747)	-4,1%	78.972	11,4%	-521,3%
Resultado não-operacional	408	0,1%	-	0,0%	-100,0%
Lucro/prejuízo antes do imposto de renda e contribuição social	(18.339)	-4,0%	78.972	11,4%	-530,6%
Imposto de renda e contribuição social	(5.872)	-1,3%	(7.873)	-1,1%	34,1%
Lucro/prejuízo antes da participação de acionistas não controladores	(24.211)	-5,2%	71.099	10,2%	-393,7%
Participação de acionistas não controladores	(592)	-0,1%	(1.142)	-0,2%	92,9%
Lucro/prejuízo líquido do exercício	(24.803)	-5,4%	69.957	10,1%	-382,1%

Receita Bruta de Serviços

A receita bruta de serviços da Companhia aumentou 60,7%, passando de R\$636,4 milhões no período de nove meses encerrado em 30 de setembro de 2008 para R\$1.022,7 milhões no período de nove meses encerrado em 30 de setembro de 2009, principalmente devido ao crescimento da receita bruta de mensalidades.

Receita Bruta de Mensalidades. A receita de mensalidades da Companhia cresceu 55,5%, passando de R\$616,3 milhões no período de nove meses encerrado em 30 de setembro de 2008 para R\$958,2 milhões no mesmo período de 2009, dos quais R\$857,7 milhões correspondentes a receitas de mensalidades de cursos presenciais e R\$100,4 milhões referentes a mensalidades de Ensino a Distância. O aumento da receita bruta de mensalidades

foi resultado do crescimento do número médio de alunos da Companhia em 85,3%, de 137.849 alunos médio no período de nove meses encerrado em 30 de setembro de 2008 para 256.561 alunos médio no mesmo período em 2009, compensado parcialmente pela redução de 16,1% na mensalidade nominal média.

Esta redução na mensalidade nominal média se deu em decorrência do aumento do número de alunos matriculados nos Polos, nos quais o valor das mensalidades é inferior.

O aumento do número médio de alunos da Companhia ocorreu em razão: (i) da expansão do número de Câmpus de 52 em 30 de setembro de 2008 para 54 em 30 de setembro de 2009; (ii) do aumento do número de alunos médio por Câmpus devido à maturação de cursos e à introdução de novos cursos; e (iii) da adição de 85.078 alunos matriculados nos Polos em 30 de setembro de 2009 em relação a 30 de setembro de 2008.

Receita Bruta de Taxas e Serviços Acadêmicos. A receita de taxas, serviços acadêmicos e outros da Companhia aumentou 220,1%, passando de R\$20,2 milhões no período encerrado em 30 de setembro de 2008 para R\$64,5 milhões no período encerrado em 30 de setembro de 2009, impulsionada, principalmente, pelo acréscimo das receitas oriundas da operação da Microlins, cuja aquisição foi realizada em 10 de julho de 2008.

Deduções

As deduções da receita aumentaram 88,6%, passando de R\$174,2 milhões no período de nove meses encerrado em 30 de setembro de 2008 para R\$328,4 milhões no período de nove meses encerrado em 30 de setembro de 2009.

Como percentual da receita líquida, as deduções aumentaram de 37,7% no período de nove meses encerrado em 30 de setembro de 2008, para 47,3% no mesmo período de 2009. Esta variação ocorreu, principalmente, devido a (i) aumento gradual de bolsas do PROUNI, dado que sua adesão pela Anhanguera ocorreu em 2005 e que a partir desta data parte dos alunos ingressantes passaram a receber estas bolsas; (ii) expansão de concessão de bolsas relacionadas a convênios corporativos; e (iii) política de bolsas das unidades adquiridas, que geralmente têm maior participação de bolsas na receita.

Custos Diretos dos Serviços Prestados

Os custos diretos de serviços prestados cresceram 58,5%, passando de R\$264,7 milhões no período de nove meses encerrado em 30 de setembro de 2008 para R\$419,5 milhões no período de nove meses encerrado em 30 de setembro de 2009. Como percentual da receita líquida, tais custos sofreram uma elevação, passando de 57,2% no período de nove meses encerrado em 30 de setembro de 2008 para 60,4% no mesmo período em 2009.

Pelo fato de que, no período de nove meses encerrado em 30 de setembro de 2009, parte da depreciação referente às atividades operacionais, no montante de R\$23,6 milhões, foi reclassificada para custo de serviços prestados, o valor desta rubrica neste período aumentou em relação ao mesmo período do ano anterior.

Desconsiderando este efeito, os custos diretos de serviços prestados no período de nove meses encerrado em 30 de setembro de 2009 representariam 57,0% da receita líquida.

A abertura de novas Unidades, que ainda não se beneficiam dos ganhos de escala, e a aquisição de Câmpus, que possuem uma estrutura de custo menos eficiente, impactaram negativamente a margem bruta da Companhia, no entanto, esse efeito foi compensado pela (i) maturação de Câmpus existentes, que atingem níveis mais eficientes de custo por aluno, com a diluição dos custos fixos; e (ii) pela expansão dos cursos a distância, cujo custo por aluno é inferior ao dos Cursos Presenciais.

Lucro Bruto

O lucro bruto aumentou 39,0%, passando de R\$197,6 milhões no período de nove meses encerrado em 30 de setembro de 2008 para R\$274,8 milhões no mesmo período em 2009. A margem de lucro bruto sobre a receita líquida diminuiu de 42,8% no período de nove meses encerrado em 30 de setembro de 2008 para 39,6% no mesmo período em 2009, em virtude, principalmente, da elevação dos custos diretos dos serviços prestados acima descrita. Conforme já exposto acima, parcela da depreciação referente às atividades operacionais foi reclassificada para o custo de serviços prestados. Desconsiderando este efeito, o lucro bruto no período de nove meses encerrado em 30 de setembro de 2009 representaria 43,0% da receita líquida.

Despesas de Vendas

As despesas de vendas aumentaram 89,3%, passando de R\$45,3 milhões no período de nove meses encerrado em 30 de setembro de 2008 para R\$85,6 milhões no mesmo período de 2009. Como percentual da receita líquida, as despesas de vendas aumentaram de 9,8% no período de nove meses encerrado em 30 de setembro de 2008, para 12,3% no mesmo período de 2009. Esta elevação decorre do (i) aumento da provisão de créditos de liquidação duvidosa de 4,4% para 6,1% da receita líquida entre esses mesmos períodos, refletindo uma postura mais conservadora da Companhia, diante da performance de seus indicadores de recebimento, e (ii) aumento de despesas de marketing, devido a maiores investimentos no processo de vestibular dos Polos.

Despesas Gerais e Administrativas

As despesas gerais e administrativas aumentaram 30,3%, passando de R\$76,2 milhões no período de nove meses encerrado em 30 de setembro de 2008 para R\$99,3 milhões no mesmo período em 2009. O crescimento de despesas gerais e administrativas no período foi resultado (i) de aumento da estrutura para servir a um volume crescente de alunos em sua operação existente; e (ii) da adição das estruturas administrativas de duas aquisições relevantes que foram realizadas - a Microlins, em julho de 2008, e a LFG em outubro de 2008. Como percentual da receita líquida, as despesas gerais e administrativas diminuíram de 16,5% no período encerrado em 30 de setembro de 2008 para 14,3% no período encerrado em 30 de setembro de 2009.

Lucro/ Prejuízo Operacional Antes do Resultado Financeiro

Tendo em vista o exposto acima, a conta lucro/prejuízo operacional antes do resultado financeiro da Companhia passou de um prejuízo de R\$19,6 milhões negativos no período de nove meses encerrado em 30 de setembro de 2008 para um lucro de R\$105,1 milhões no mesmo período em 2009. Os principais motivos desta reversão foram (i) o aumento do lucro bruto entre os períodos de nove meses encerrados em 30 de setembro de 2008 e 30 de setembro de 2009 e (ii) o não reconhecimento da amortização do ágio no período encerrado em 30 de setembro de 2009, em virtude das alterações promovidas pela Lei 11.638.

Resultado Financeiro Líquido

O Resultado Financeiro Líquido diminuiu em R\$27,0 milhões, passando de R\$0,9 milhões no período de nove meses encerrado em 30 de setembro de 2008 para R\$26,1 milhões negativos no mesmo período em 2009. No período de nove meses encerrado em 30 de setembro de 2009, a receita financeira foi de R\$19,8 milhões, e as despesas financeiras foram de R\$45,9 milhões. No período de nove meses encerrado em 30 de setembro de 2008, a receita financeira foi de R\$30,9 milhões, e as despesas financeiras foram de R\$30,0 milhões. A variação entre os períodos deve-se principalmente (i) à contabilização das despesas de juros sobre o valor presente dos compromissos a pagar a partir de 2009, de acordo com a Lei 11.638; (ii) à atualização de compromissos a pagar de aquisições; e (iii) ao aumento do endividamento financeiro da Companhia.

Lucro antes do imposto de renda e contribuição social

A conta lucro antes do imposto de renda e contribuição social da Companhia passou de um prejuízo de R\$18,3 milhões negativos no período de nove meses encerrado em 30 de setembro de 2008 para um lucro de R\$79,0 milhões no mesmo período em 2009, em decorrência, principalmente, do (i) aumento do lucro bruto entre os períodos de nove meses encerrados em 30 de setembro de 2008 e 30 de setembro de 2009 e (ii) o não reconhecimento da amortização do ágio no período encerrado em 30 de setembro de 2009, em virtude das alterações promovidas pela Lei 11.638.

Despesas com imposto de renda e contribuição social

As despesas com imposto de renda e contribuição social sobre o lucro líquido da Companhia aumentaram R\$1,9 milhões entre os períodos de nove meses encerrados em 30 de setembro de 2008 e 30 de setembro de 2009, passando de R\$5,9 milhões no período de nove meses encerrado em 30 de setembro de 2008, para R\$7,8 milhões. No período de nove meses encerrado em 30 de setembro de 2009, a Companhia diferiu parcela de seu imposto de renda e contribuição social no montante de R\$2,1 milhões. A realização dos créditos diferidos de imposto de renda e contribuição social está condicionada a eventos futuros que irão tornar dedutíveis as provisões que lhe deram origem, nos termos da legislação fiscal em vigor.

Lucro líquido do período

Tendo em vista o exposto acima, o lucro líquido da Companhia passou de R\$24,8 milhões negativos no período de nove meses encerrado em 30 de setembro de 2008 para R\$70,0 milhões no mesmo período em 2009.

3.4.2 Análise dos Balanços Patrimoniais da Companhia

A tabela a seguir contém informações extraídas dos balanços patrimoniais consolidados da Companhia para 30 de setembro de 2008 e 30 de setembro de 2009:

Tabela 4: Balanço patrimonial ativo

	Em 30 de setembro de				% Variação
	2008	%AV	2009	% AV	2009/2008
(Em milhares de R\$, exceto de indicado de outra forma)					
Ativo circulante					
Caixa e equivalente de caixa	255.244	17,6%	105.998	6,3%	-58,5%
Mensalidades a receber	102.745	7,1%	152.992	9,2%	48,9%
Estoques	6.697	0,5%	10.808	0,6%	61,4%
Impostos a recuperar	19.230	1,3%	26.548	1,6%	38,1%
Dividendos a receber	-	0,0%	-	0,0%	n.a.
Impostos diferidos	-	0,0%	-	0,0%	n.a.
Outras contas a receber	14.334	1,0%	43.072	2,6%	200,5%
Partes relacionadas	-	0,0%	6.407	0,4%	n.a.
Despesas antecipadas	4.350	0,3%	3.618	0,2%	-16,8%
Bens Destinados para Venda	-	0,0%	13.682	0,8%	n.a.
Total do ativo circulante	402.600	27,7%	363.125	21,7%	-9,8%
Realizável a longo prazo					
Depósitos judiciais	901	0,1%	1.431	0,1%	58,8%
Mensalidades a receber	3.304	0,2%	7.655	0,5%	131,7%
Outras contas a receber	16.537	1,1%	27.176	1,6%	64,3%
Partes relacionadas	13.449	0,9%	5.354	0,3%	-60,2%
Impostos diferidos	-	0,0%	5.221	0,3%	n.a.
Despesas antecipadas	1.115	0,1%	65	0,0%	-94,2%
Total do realizável a longo prazo	35.306	2,4%	46.902	2,8%	32,8%
Investimentos	407.634	28,0%	-	0,0%	-100,0%
Imobilizado	302.074	20,8%	359.354	21,5%	19,0%
Intangível	250.523	17,2%	836.606	50,0%	233,9%
Diferido	55.456	3,8%	65.965	3,9%	19,0%
Total do permanente	1.015.687	69,9%	1.261.925	75,5%	24,2%
Ativo total	1.453.593	100,0%	1.671.952	100,0%	15,0%

Tabela 5: Balanço patrimonial passivo

	Em 30 de setembro de				% Variação
	2008	%AV	2009	% AV	2009/2008
(Em milhares de R\$, exceto se indicado de outra forma)					
Passivo circulante:					
Empréstimos e financiamentos	88.669	6,1%	79.242	4,7%	-10,6%
Debêntures e Notas Promissórias	-	0,0%	50.240	3,0%	n.a.
Fornecedores	18.306	1,3%	11.412	0,7%	-37,7%
Salários, férias, encargos sociais, provisões de bônus para diretores e funcionários	62.348	4,3%	66.161	4,0%	6,1%
Impostos e contribuições a recolher	13.201	0,9%	15.652	0,9%	18,6%
Impostos parcelados	16.636	1,1%	6.396	0,4%	-61,6%
Anuidades antecipadas	676	0,0%	761	0,0%	12,6%
Dividendos a pagar	338	0,0%	-	0,0%	-100,0%
Compromissos a pagar	79.651	5,5%	8.620	0,5%	-89,2%
Imposto de renda e contribuição social	13.594	0,9%	20.716	1,2%	52,4%
Impostos diferidos	-	0,0%	-	0,0%	n.a.
Outras contas a pagar	15.317	1,1%	13.651	0,8%	-10,9%
Arrendamento mercantil a pagar	-	0,0%	296	0,0%	n.a.
Passivo a descoberto em controladas	-	0,0%	-	0,0%	n.a.
Partes relacionadas	-	0,0%	1.197	0,1%	n.a.
Total do passivo circulante	308.736	21,2%	274.344	16,4%	-11,1%
Exigível a longo prazo					
Partes relacionadas	-	0,0%	-	0,0%	n.a.
Empréstimos e financiamentos	34.323	2,4%	42.091	2,5%	22,6%
Debentures	-	0,0%	49.373	3,0%	n.a.
Fornecedores	-	0,0%	-	0,0%	n.a.
Impostos parcelados	24.403	1,7%	19.159	1,1%	-21,5%
Compromissos a pagar	105.002	7,2%	224.596	13,4%	113,9%
Arrendamento mercantil a pagar	-	0,0%	2.436	0,1%	n.a.
Provisão para contingências	13.462	0,9%	9.806	0,6%	-27,2%
Outras contas a pagar	-	0,0%	1.067	0,1%	n.a.
Total do exigível a longo prazo	177.190	12,2%	348.528	20,8%	96,7%
Participação de acionistas não controladores	(425)	0,0%	894	0,1%	-310,4%
Capital social	992.290	68,3%	1.002.800	60,0%	1,1%
Reserva legal	75	0,0%	74	0,0%	-1,3%
Lucros/(Prejuízos) acumulados	(24.273)	-1,7%	45.312	2,7%	-286,7%
Total do patrimônio líquido	968.092	66,6%	1.048.186	62,7%	8,3%
Passivo total	1.453.593	100,0%	1.671.952	100,0%	15,0%

Ativo Circulante

O ativo circulante da Companhia diminuiu 9,8%, passando de R\$402,6 milhões em 30 de setembro de 2008 para R\$363,1 milhões em 30 de setembro de 2009. As principais variações foram: (i) redução de R\$149,2 milhões ou de R\$58,5% em caixa e equivalentes de caixa, de R\$255,2 milhões para R\$106,0 milhões entre o período de nove meses encerrado em 30 de setembro de 2008 e o mesmo período de 2009 (veja Seção Liquidez e Recursos de Capital); (ii) aumento de R\$50,2 milhões, ou 48,9%, nas mensalidades a receber, que passaram de R\$102,7 milhões em 30 de setembro de 2008 para R\$153,0 milhões em 30 de setembro de 2009, em virtude principalmente do aumento da receita de mensalidades e de receitas de Ensino a Distância no total de 55,5% entre esses mesmos períodos e do incremento de contas a receber advindo das aquisições realizadas no último trimestre de 2008; (iii) aumento de R\$4,1 milhões em estoques; (iv) aumento de R\$7,3 milhões em impostos a recuperar em razão de IRPJ e CSLL pagos no exercício de 2008 a compensar; (v) aumento de

R\$28,7 milhões em outras contas a receber, devido principalmente ao aumento das receitas com taxas, serviços acadêmicos e outros proporcionado pela aquisição da Microlins, ocorrida em 10 de julho de 2008; (vi) incremento de R\$6,4 milhões em partes relacionadas, em função da Deliberação CVM nº 560, a partir da qual a Companhia passou a demonstrar as transações com controladas diretas e indiretas e outras partes; (vii) redução de R\$0,7 milhões nas despesas antecipadas; (viii) incremento de R\$13,7 milhões em bens destinados à venda, em função de operações de venda de imobilizado.

Investimentos

O saldo de investimentos em 30 de setembro de 2008 foi de R\$407,6 milhões. Em virtude das alterações trazidas pela Lei 11.638, o saldo de investimentos do período de nove meses encerrado em 30 de setembro de 2009 era de zero e não comparável ao do período de nove meses encerrado em 30 de setembro de 2008. O saldo da conta investimentos em 30 de setembro de 2008 era composto por ágio proveniente das aquisições realizadas e foi integralmente transferido para a conta intangível.

Intangível

O saldo de ativos intangíveis em 30 de setembro de 2009, foi de R\$836,6 milhões e não é comparável ao mesmo período em 2008, qual seja, R\$250,5 milhões em 30 de setembro de 2008. Determinados ativos intangíveis antes da adoção inicial da Lei 11.638 e da MP 449, e que atendem os requisitos específicos do Pronunciamento Técnico CPC 04-Ativo intangível, aprovado pela Deliberação CVM 553, foram reclassificados do grupo de contas do ativo imobilizado e de investimentos para o grupo de contas específico de ativos intangíveis.

Diferido

Em virtude das inovações impostas pela Lei 11.638 a partir de 2009, os saldos da conta diferido de 30 de setembro de 2008 e de 30 de setembro de 2009 não são comparáveis, totalizando R\$55,5 milhões para 30 de setembro de 2008 e R\$66,0 milhões em 30 de setembro de 2009. A partir de 01 de janeiro de 2009, as despesas pré-operacionais não são

mais contabilizadas como diferido, passando a ser registradas diretamente no resultado. Adicionalmente, o saldo do ativo diferido em 31 de dezembro de 2008 está mantido até sua realização total por meio de amortização ou baixa contra resultado.

Passivo Circulante

O saldo do passivo circulante da Companhia diminuiu 11,1%, passando de R\$308,7 milhões em 30 de setembro de 2008 para R\$274,3 milhões em 30 de setembro de 2009.

As principais variações foram: (i) redução de R\$9,4 milhões em empréstimos bancários, de R\$88,7 milhões para R\$79,2 milhões entre os períodos de nove meses encerrados em 30 de setembro de 2008 e o mesmo período de 2009, utilizados para cobrir necessidades de capital de giro da operação; (ii) incremento de R\$50,2 milhões em dívidas emitidas, sendo R\$10,2 milhões em notas promissórias e R\$40,1 milhões em debêntures; (iii) redução de R\$6,9 milhões, ou 37,7%, em contas a pagar a fornecedores.

Exigível a Longo Prazo

O saldo do exigível a longo prazo aumentou R\$171,3 milhões, passando de R\$177,2 milhões em 30 de setembro de 2008 para R\$348,5 milhões em 30 de setembro de 2009.

As principais variações decorrem do: (i) aumento de R\$7,8 milhões na rubrica de empréstimos bancários; (ii) incremento de R\$49,3 milhões em função da segunda emissão de debêntures da Companhia; (iii) redução de R\$5,2 milhões em impostos parcelados, que passaram de R\$24,4 milhões em 30 de setembro de 2008 para R\$19,2 milhões em 30 de setembro de 2009; (iv) aumento de R\$119,6 milhões em compromissos a pagar em virtude do parcelamento do pagamento das aquisições realizadas em 2008; (v) aumento de R\$2,4 milhões de arrendamento mercantil a pagar, em função da lei 11.638, que passou a determinar a contabilização de determinadas despesas como leasing financeiro; (vi) redução de R\$3,7 milhões, ou 27,2%, em provisões para contingências, devido à realização de acordos pela Companhia que permitiu a redução das provisões; e (vii) incremento de R\$1,1 milhões em outros passivos.

Patrimônio Líquido

O patrimônio líquido da Companhia aumentou 8,3%, passando de R\$968,1 milhões em 30 de setembro de 2008 para R\$1.048,2 milhões em 30 de setembro de 2009, principalmente em decorrência de: (i) aumento de capital no valor total de R\$40,3 milhões associado à aquisição da LFG em 08 de outubro de 2008, (ii) ajustes de contabilização devido à Lei 11.638, especialmente o lançamento a débito de despesas de oferta no valor de R\$29,7 milhões e (iii) reversão da posição de prejuízos acumulados em 01 de setembro de 2008 de R\$24,3 milhões para lucro acumulado de R\$45,3 milhões em 30 de setembro de 2009.

3.5 PROJEÇÃO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

3.5.1 Taxa de Desconto Anhanguera WACC

Custo da Dívida (Kd)

Para encontrar o custo do endividamento da empresa consideramos como taxa livre de risco (*Risk Free*) uma média das cotações diárias para um período de 5 anos (08/12/2009-08/12/2004) dos *T-bonds* de 10 anos, que são títulos do tesouro norte americano com vencimento em 10 anos. Para estimar o Risco Brasil que é o diferencial de risco de se investir no Brasil em detrimento dos Estados Unidos consideramos o CDS de 10 anos, que representa o risco de não pagamento pelo Brasil de sua dívida soberana. Para encontrar o *Spread* de Risco, que é a taxa de risco pedida pelo investidor para comprar dívida da empresa em detrimento de dívida do tesouro adotamos como premissa que a empresa irá otimizar o seu WACC, contraindo dívida em um montante que torne sua relação dívida/capital próprio ideal para minimizar o seu WACC.

8,6%	=	4,12%	+	1,97%	+	2,50%
Kd Nominal US\$	=	Risk Free	+	Risco Brasil	+	Spread Risco

Para transformar o Kd Nominal U\$\$, em Kd Nominal R\$ utilizamos um diferencial de inflação entre Brasil e Estados Unidos de 2%.

Kd Nominal R\$	=	Kd Nominal US\$	+	Desv. Cambial Efetiva
10,8%	=	8,6%	+	2,0%

Remuneração do Acionista (CAPM)

O CAPM será o resultado da soma da taxa livre de risco, mais o produto do beta alavancado pelo prêmio de renda variável, mais a soma do produto do lambda pelo Risco Brasil. Onde a taxa livre de risco é a mesma utilizada na determinação do Kd. O beta é uma medida de volatilidade baseada em um estudo retirado do site do Damodaran que se baseia no histórico de 38 empresas de serviços educacionais, e alavancamos o beta pela estrutura ótima da Anhanguera. O prêmio de renda variável é a diferença do retorno histórico de 50 anos entre o mercado acionário e os títulos do tesouro norte americano. O lambda pode variar de zero a um e representa o percentual da receita da empresa que está vinculada ao Brasil, como a Anhanguera possui apenas negócios em território nacional o lambda será igual a um.

10,6%	=	4,12%	+	0,91	*	4,98%	+	1,00	*	1,97%
CAPM Nominal US\$	=	Risk Free	+	Beta Alavancado	*	Prêmio RV	+	Lambda	*	Risco Brasil

Para transformar o CAPM Nominal U\$\$, em CAPM Nominal R\$ utilizamos um diferencial de inflação entre Brasil e Estados Unidos de 2%.

CAPM Nominal R\$	=	CAPM Nominal US\$	+	Desv. Cambial Efetiva
12,8%	=	10,6%	+	2,0%

O WACC será o resultado de uma média entre o CAPM nominal em reais e o custo da dívida nominal em reais, ponderada pela relação dívida capital/próprio ótima.

WACC R\$	=	CAPM Nominal R\$	*	Participação Equity Estrutura de Capital	+	Kd Nominal R\$	*	Participação Dívida Estrutura de Capital	*	1 - Impostos (IRCS)
10,81%	=	12,8%	*	65%	+	10,8%	*	35,00%	*	66%

3.5.2 Premissas e Projeções

Para projetar o fluxo de caixa será necessário adotar certas premissas macroeconômicas e setoriais que se relacionam com as principais linhas de receitas e custos da empresa, como crescimento do PIB, inflação, taxa de juros, crescimento populacional e crescimento do número de alunos no ensino superior. Segue abaixo uma tabela com essas principais premissas. As projeções são do Focus – relatório de mercado (2009), um boletim macroeconômico, liberado pelo banco central (www4.bcb.gov.br/?FOCUS).

Tabela 6: Premissas Macroeconômicas

	2006R	2007R	2008R	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Premissas Macro (MCM)															
Crescimento PIB	4,00	5,65	5,08	0,17	4,71	4,16	4,45	4,45	4,45	4,45	4,45	4,45	4,45	4,45	4,45
IPCA	3,14	4,46	5,90	4,33	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
IGP-M	3,83	7,75	9,81	-1,06	3,81	4,44	4,62	4,62	4,62	4,62	4,62	4,62	4,62	4,62	4,62
SELIC (Média de Período)	15,27	11,88	12,48	9,97	9,02	11,00	11,00	11,00	11,00	11,00	11,00	11,00	11,00	11,00	11,00
Crescimento População (IBGE)	1,2%	1,1%	1,1%	1,0%	0,9%	0,9%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%

Fonte: Focus – Relatório de mercado, IBGE

Como podemos ver na tabela 7, houve um incremento anual robusto no número de alunos no ensino superior entre 1998 e 2005. No setor privado esse crescimento foi ainda mais intenso, alcançando uma taxa de 13,6% ao ano no mesmo período. Na tabela 3, podemos

encontrar a premissa de crescimento do número de alunos para os próximos anos da Anhangüera, essa premissa considera que nos próximos 8 anos o percentual de jovens brasileiros entre 18-24 anos que entram no ensino superior passará dos atuais 20% segundo dados da Unesco de 2007 para 55%, que seria um percentual comparável aos atuais 52% do Chile e inferior aos 67% da Argentina.

Tabela 7: Histórico de crescimento de alunos no ensino superior

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Alunos no ensino superior variação anual	5,0%	9,5%	17,4%	11,1%	16,7%	11,4%	7,7%	7,1%

OBS.: Crescimento do nº de alunos no ensino superior privado (1997-2005) CAGR 13,6%

Fonte: MEC, Anhangüera Educacional

Tabela 8: Premissas de crescimento do número de alunos da Anhangüera

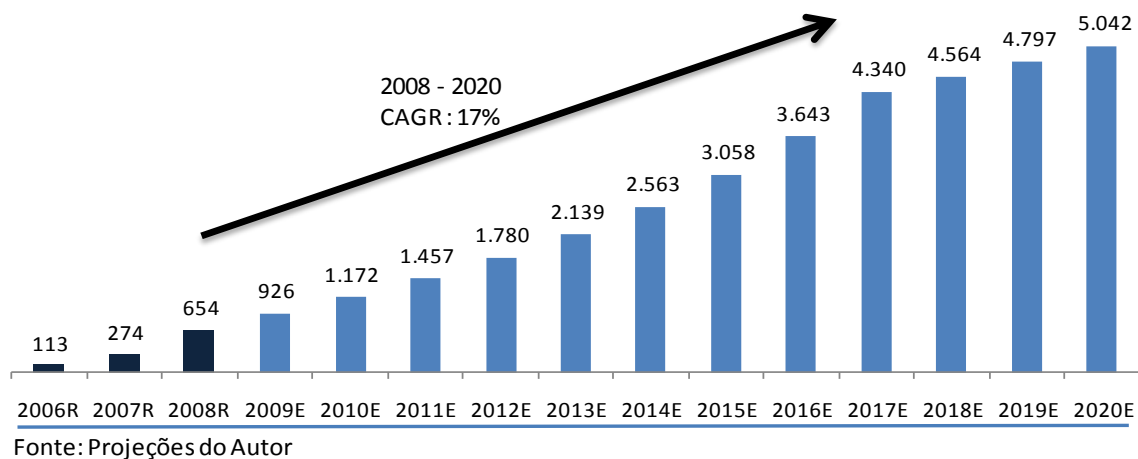
	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Crescimento nº alunos Campus	22%	20%	18%	16%	14%	14%	14%	14%	14%	1%	1%	1%
Crescimento nº alunos Polos	373%	25%	23%	21%	19%	17%	15%	14%	14%	1%	1%	1%

Fonte: Premissas do próprio autor

Considerando as premissas de crescimento do número de alunos, a manutenção do ticket médio real das mensalidades recebidas ou seja que a empresa conseguirá repassar a inflação, chegamos a uma taxa nominal de crescimento de 17% até 2020, tomando 2008 como base.

Gráfico 4

Receita Líquida de Serviços Prestados



Como podemos ver no gráfico 5 o EBITDA projetado aumenta a uma taxa de 18,5% (CAGR 2008 – 2020) o que ocorre em virtude do aumento da receita e de um ganho de margem como pode ser visto na tabela 4, que pode ser proporcionado por um ganho de escala das operações da empresa.

Gráfico 5

EBITDA

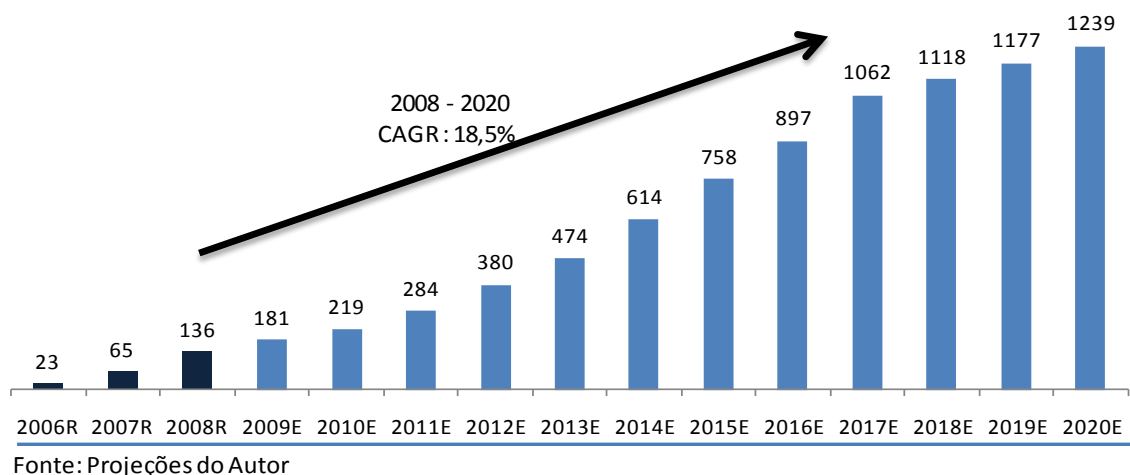


Tabela 9: Evolução da Margem EBITDA

	2006R	2007R	2008R	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Margem EBITDA	20,1%	23,9%	20,8%	19,6%	18,7%	19,5%	21,3%	22,2%	24,0%	24,8%	24,6%	24,5%	24,5%	24,5%	24,6%

Como o modelo não considera novas aquisições, todo o crescimento apresentado pela empresa é suposto de maneira orgânica. Para cada novo aluno adicionado consideramos um investimento por parte da empresa de três mil reais, valor comparável aos cinco mil reais gastos por aluno em aquisições recentes.

Para a linha de capital de giro, consideramos que a empresa manterá o prazo atual médio de recebimento e pagamento de suas obrigações, sendo a variação negativa do capital de giro decorrente do aumento do número de alunos e em consequência do volume de recebíveis.

3.5.3 Fluxo de Caixa Livre para a Firma

O fluxo de caixa reflete o caixa gerado pelas operações da empresa, informação disponível para todos os investidores e credores da companhia. A estimativa do fluxo de caixa para os anos de 2006, 2007 e 2008 foi realizada com base nas demonstrações financeiras da empresa detidas pela CVM, as projeções para o período de 2009 a 2020 são o resultado de premissas adotadas pelo autor. Como resultado do fluxo de caixa estimado para os anos de 2006, 2007 e 2008 podemos observar na tabela 5 um fluxo de caixa livre para a firma negativo ocasionado principalmente pelos seus investimentos em aquisição. A partir de 2009 somente consideramos em nosso modelo um crescimento orgânico o que faz com que o *capital expenditure* (capex) da empresa seja menor, embora até 2011 a empresa ainda continue tendo fluxos de caixa negativos, a partir de 2012 os fluxos passam a ser positivos embora ainda abaixo do seu potencial, principalmente porque a empresa continua a investir em um crescimento orgânico robusto, segundo nossas premissas de crescimento de número de alunos. A partir de 2018, quando consideramos o fim o período de crescimento e uma acomodação da empresa com um crescimento do número de alunos igual ao crescimento da população, podemos ver que a empresa se torna uma forte geradora de caixa, com baixa necessidade de investimentos e baixa necessidade de capital de giro.

Tabela 10: Fluxo de caixa livre para a firma

Tabela 10: Fluxo de Caixa Livre para a Firma															
Fluxo de Caixa Livre para a Firma															
	2006R	2007R	2008R	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
EBIT	17,6	55,2	93,9	131,2	166,1	221,0	305,8	388,9	517,0	647,7	771,6	919,2	966,4	1.015,9	1.067,6
Imposto de Renda e Contribuição Social	(6,0)	(18,8)	(31,9)	(44,6)	(56,5)	(75,2)	(104,0)	(132,2)	(175,8)	(220,2)	(262,3)	(312,5)	(328,6)	(345,4)	(363,0)
Depreciação	5,0	10,3	41,9	49,9	53,3	63,1	73,7	85,0	97,4	110,8	125,7	142,6	151,4	160,9	171,0
Capex	(40,6)	(559,4)	(659,7)	(112,4)	(176,2)	(196,3)	(213,3)	(225,3)	(247,7)	(268,4)	(297,1)	(338,7)	(176,5)	(190,3)	(201,2)
Δ NCG	(15,5)	(19,9)	(45,0)	(58,7)	(26,2)	(43,5)	(50,9)	(57,0)	(68,8)	(75,4)	(88,2)	(105,0)	(33,6)	(35,2)	(36,8)
Fluxo de Caixa da Firma	(39,5)	(532,6)	(600,8)	(34,5)	(39,5)	(30,8)	11,4	59,3	122,1	194,4	249,6	305,5	579,2	605,9	637,6
Valor Presente do Fluxo de Caixa				(34,5)	(35,6)	(25,1)	8,4	39,3	73,1	105,0	121,7	134,4	229,8	217,0	206,1

Fonte: Anhanguera (2009) e Próprio Autor

A partir do fluxo de caixa encontrado e da taxa de desconto (WACC) estimada podemos agora determinar o valor da empresa. Como segue na tabela 6 a partir do fluxo de caixa encontrado chegamos a um valor presente dos fluxos de 1039,5 milhões, que considera o período de 2009 a 2020.

Para calcular o valor da empresa de 2020 em diante, iremos utilizar como premissa que a receita da empresa na perpetuidade irá crescer a mesma taxa de crescimento da população mais uma taxa de inflação de 4,5%. Com essa taxa de crescimento da empresa na perpetuidade estamos supondo que a empresa não irá ganhar *market share*, mas irá conseguir repassar a inflação aos seus alunos. A suposição de que a empresa cresce o mesmo que o mercado na perpetuidade leva em consideração que se a empresa crescer mais que o mercado na perpetuidade ela irá continuar ganhando *market share* até um ponto que sua operação será maior que o próprio mercado onde ela atua e essa seria uma consideração absurda.

Para encontrar o valor na perpetuidade utilizaremos a formula que segue:

$$\text{Perpetuidade} = \text{FCFF}_t \cdot (1 + g) / (\text{WACC} - g)$$

Utilizando a formula de perpetuidade encontraremos o valor de R\$ 3768,4 milhões na perpetuidade. Somado ao valor presente dos fluxos encontramos o valor da empresa de R\$ 3647,8 milhões, o que nos dá um valor estimado da empresa R\$ 4807,8 milhões. Como queremos chegar ao valor pertencente ao acionista, vamos subtrair do valor encontrado o valor da dívida e chegaremos a um valor estimado ao acionista de R\$ 4689,9, o que dividido pelo numero de ações da companhia nos fornece um preço justo de R\$ 38,27 por ação. O preço encontrado sugere um potencial de valorização de 65,7% para as ações da Anhanguera.

Tabela 11: Avaliação Anhanguera

Avaliação Anhanguera	3T2009
WACC	10,8%
Taxa de Crescimento Perpetuidade	5,07%
Valor Presente dos Fluxos	1.039,5
Valor Presente da Perpetuidade	3.768,4
Valor Estimado da Empresa	4.807,8
Caixa/(Dívida Líquida)	(118,0)
Valor Estimado do Acionista	4.689,9
Total de Ações	122,5
Preço Justo	38,27
Preço Atual (08/12/2009)	23,10
Up-side	65,7%

Uma das hipóteses consideradas é que uma companhia em curso normal de operação não tem uma previsão para encerrar suas operações. Embora seja razoável considerar que existe uma taxa normal de mortalidade entre as empresas, não podemos considerar que a empresa irá encerrar suas operações em algum momento do tempo, pois não temos informação suficiente para isso. Por isso consideramos que essa empresa não terá um prazo de expiração.

Um dos problemas que podemos detectar no modelo é que uma parte substancial do valor encontrado está na perpetuidade, o que agrega um grau maior de incerteza ao modelo de fluxo de caixa descontado.

CONCLUSÃO

O objetivo final deste trabalho era determinar o valor justo da empresa Anhanguera Educacional, utilizando o modelo de fluxo de caixa descontado para a firma. Para a consecução deste modelo foram determinadas as remunerações exigidas por acionistas e credores, representadas pelo CAPM e o K_d , que refletem o risco tomado por ambos ao participar deste empreendimento.

Alem disso foram adotadas premissas macroeconômicas baseadas em estimativas do mercado e premissas setoriais baseadas em médias históricas e na baixa penetração do ensino superior no país. A partir dessas premissas foram projetadas as linhas de receitas, custos, investimentos e impostos a serem apropriados.

Ao final do estudo encontramos um valor justo para as ações da empresa de R\$ 38,27, o que fornece um potencial de valorização de 65,7%. Concluindo que as ações da empresa estão subvalorizadas em relação ao seu preço de mercado.

Contudo tão importante quanto encontrar um preço justo é o processo de análise. Durante o processo o analista tem a possibilidade de entender mais sobre o setor da empresa, seu negócio e mecanismos criadores de valor.

Durante o processo de avaliação pudemos perceber que o modelo de gestão da empresa é replicável e apresenta ganho de escala, tornando a empresa uma das mais competitivas dentro do setor e uma das potenciais consolidadoras de um setor ainda bastante pulverizado.

Cabe lembrar que o exercício efetuado teve um caráter acadêmico não devendo refletir qualquer recomendação de compra ou venda para as ações da empresa.

REFERENCIA BIBLIOGRÁFICA

Anhanguera Educacional – Relações com Investidores
<<http://www.unianhanguera.edu.br/ri/>>. Acesso em: 18 de novembro de 2009

BODIE, Zvi; MERTON, Robert C. *Finanças*. Porto Alegre: Bookman Editora, 2002

BANCO CENTRAL - Disponível em <www4.bcb.gov.br/?FOCUS>. Acesso em: 19 de novembro de 2009

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. *Avaliação de Empresas – Valuation: Calculando e gerenciando o valor das empresas*. São Paulo: Makron Books, 2002

Credit Suisse - A guide to the Brazilian economy. Disponível em < <http://www.credit-suisse.com/researchandanalytics>>. Acesso em: 11 de setembro de 2009

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. *Companhias Abertas – Informações sobre as Empresas*. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 17 de novembro de 2009

DAMODARAN, Aswath. *Avaliação de investimentos: Ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2006

DAMODARAN, Aswath. *Measuring company exposure to country risk: Theory and Practice*. Artigo publicado pela Stern School of Business. Nova York, 2003.

DEMIRAKOS, Efthimios G.; STRONG, Norman C.; WALKER, Martin. *What valuation models do analysts use?* Artigo publicado pela University of Manchester. 2004

IBGE - Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. Disponível em < http://www.ibge.gov.br/series_estatisticas/>. Acesso em: 23 de novembro de 2009

INEP - Instituto Nacional de Estudos e Pesquisas Educacionais Anísio Teixeira
<<http://www.inep.gov.br/superior/censosuperior/>>. Acesso em: 23 de novembro de 2009

MEC – Ministério da Educação
<http://portal.mec.gov.br/index.php?option=com_content&view=article&id=208&Itemid=86>. Acesso em: 22 de novembro de 2009

MONTEIRO, Regina Caspari. *Contribuições da abordagem de avaliação de opções reais em ambientes econômicos de grande volatilidade – uma ênfase no cenário latino-*

americano. Dissertação de mestrado apresentada ao departamento de Contabilidade e Atuária da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2003

PÓVOA, Alexandre. *Valuation: Como precificar ações*. São Paulo: Globo, 2007

The World Bank, Data & Statistics – Education. Disponível em <<http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/DATASTATISTICS/0,,contentMDK:20394704~menuPK:1192714~pagePK:64133150~piPK:64133175~theSitePK:239419~isCURL:Y,00.html>>. Acesso em: 23 de novembro de 2009

UNESCO - Organização das Nações Unidas para a Educação, a Ciência e a Cultura <<http://www.unesco.org/en/education>>. Acesso em: 25 de novembro de 2009